

# 金属行业7月暨中期投资策略

## 继续看好上游资源板块

行业研究 · 行业投资策略

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

联系人：马可远

makeyuan@guosen.com.cn

## ◆工业金属：供应持续紧张，价格重心上移

下半年行业供需基本面的定价权重增加。经过上半年有色金属价格大幅上涨，市场对于工业金属供给端的分歧已经很小，铜、锌的供给瓶颈在于矿山，铝的供给瓶颈在于中国冶炼产能，下半年定价将更多聚焦于需求端。通过价格上涨解决供需短缺矛盾，要么增加供给，要么抑制需求。今年Q2工业金属价格大涨后，供应端矛盾没有得到根本解决，铜和锌增加产量需要解决矿山端的短缺，但矿山端供应紧张是长期问题，无法通过几个季度涨价缓解。废铜供应增加解决了部分短缺矛盾，但废铜能否持续增加，存在不确定性。铝的短缺源自行业政策，目前来看价格波动无法影响产业政策。因此上半年以抑制需求为代价缓解了一部分供需短缺矛盾。当前下游库存水平偏低，部分订单后置，决定了工业金属有较强的补库需求，价格很难深跌，可能延续震荡趋势，等待下一轮需求脉冲，重拾上涨趋势。

## ◆贵金属：降息前夕，贵金属配置价值提升

5月核心PCE持续回落。6月末，PCE数据公布，美国5月核心PCE物价指数同比增长2.60%，预期2.60%，前值2.80%。美国5月核心PCE物价指数环比增长0.10%，预期0.10%，前值0.20%。PCE数据显示美国通胀压力持续缓解。

市场预期下半年开启降息。近期美国非农就业数据超预期，但核心PCE数据持续回落，市场对降息预期处于左右摇摆的过程中。目前CME预测显示，7月利率不变概率约91%，降息概率约9%；9月利率不变概率约35%，降息概率约65%；11月利率不变概率约23%，降息概率约77%；12月利率不变概率约6%，降息概率约94%。

目前金银比接近80，处于历史较高水平，中枢回归过程或使得白银具备更大的价格弹性。

## ◆稀土：国务院发布《稀土管理条例》，10月1日开始施行

稀土价格筑底，《条例》落地提振市场信心。《稀土管理条例》的征求意见稿于2021年1月发布，在今年6月落地，自10月1日开始施行，且发布的部门由工信部更改为国务院，有望提振市场信心。《条例》中加强了对稀土资源的保护，健全了稀土的管理体制，加大对进出口的管控，进一步限制“黑稀土”产品。截至2024年7月5日，氧化镨钕、氧化镱、氧化铽价格分别为36.0万元/吨、179万元/吨、532.5万元/吨，较6月初分别下跌1.3万元/吨、13万元/吨、53万元/吨。7月，北方稀土集团产品挂牌价平挂公布，氧化镨钕挂牌价仍为38.48万元/吨，金属镨钕价格为47.8万元/吨。中长期，稀土价值有望得到重估。

◆推荐组合：紫金矿业、中国有色矿业、洛阳钼业、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、南山铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份、兴业银锡、山东黄金、银泰黄金、中金黄金、赤峰黄金、铂科新材。

◆风险提示：国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

# 工业金属及材料 供应持续紧张，价格重心上移

## ◆ 下半年行业供需基本面的定价权重增加

- 经过上半年有色金属价格大幅上涨，市场对于工业金属供给端的分歧已经很小，铜、锌的供给瓶颈在于矿山，铝的供给瓶颈在于中国冶炼产能，下半年定价将更多聚焦于需求端。
- 通过价格上涨解决供需短缺矛盾，要么增加供给，要么抑制需求。今年Q2工业金属价格大涨后，供应端矛盾没有得到根本解决，铜和锌增加产量需要解决矿山端的短缺，但矿山端供应紧张是长期问题，无法通过几个季度涨价缓解。废铜供应增加解决了部分短缺矛盾，但废铜能否持续增加，存在不确定性。铝的短缺源自行业政策，目前来看价格波动无法影响产业政策。因此上半年以抑制需求为代价缓解了一部分供需短缺矛盾。当前下游库存水平偏低，部分订单后置，决定了工业金属有较强的补库需求，价格很难深跌，可能延续震荡趋势，等待下一轮需求脉冲，重拾上涨趋势。

## ◆ 布局有色金属价格上涨的机会

- 工业金属需求存在周期波动，但供给端扰动不断，供给增速不高，价格中枢提升。相关标的，铜：洛阳钼业、紫金矿业、铜陵有色；铝：中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份。

# 工业金属：供应持续紧张，价格重心上移

## ◆铜价重心上移

- 铜价在经历了3-5月份大幅上涨后，自高点回落了10%，宏大叙事的定价权重变小，行业供需基本面的定价权重增加。展望下半年，供给端的紧缺仍然是确定性的。在矿端，国外某矿山与中国冶炼厂签订了23.25美元/吨的长单加工费，是最近二十年罕见的低价，反映的是铜矿短缺问题持续存在，可能会引发国内铜冶炼厂实质性的减产。在废铜端，3-5月份涨价使下游原料库存乃至边角料都得到去化，产业链需要补库存。
- 铝和锌大趋势跟随铜价，其中锌与铜的逻辑类似，中短期都在交易矿端紧缺。与铜矿类似，锌精矿加工费也跌至近年来最低位，锌冶炼厂减产。铝由于没有资源端扰动，且冶炼产能受控长期以来一直存在，供给端的逻辑分歧很小，更多交易需求端的变化。
- 经过上半年有色金属价格大幅上涨，市场对于工业金属供给端的分歧已经很小，铜、锌的供给瓶颈在于矿山，铝的供给瓶颈在于中国冶炼产能，下半年定价将更多聚焦于需求端。对需求端的担忧包括房地产市场对工业金属需求拖累、新能源需求增速放缓以及涨价后的材料替代等。

图：铜价冲高回落，但重心抬升（美元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：上海铝期货主力价（元/吨）



资料来源：SHFE，国信证券经济研究所整理

图：LME锌价走势坚挺（美元/吨）



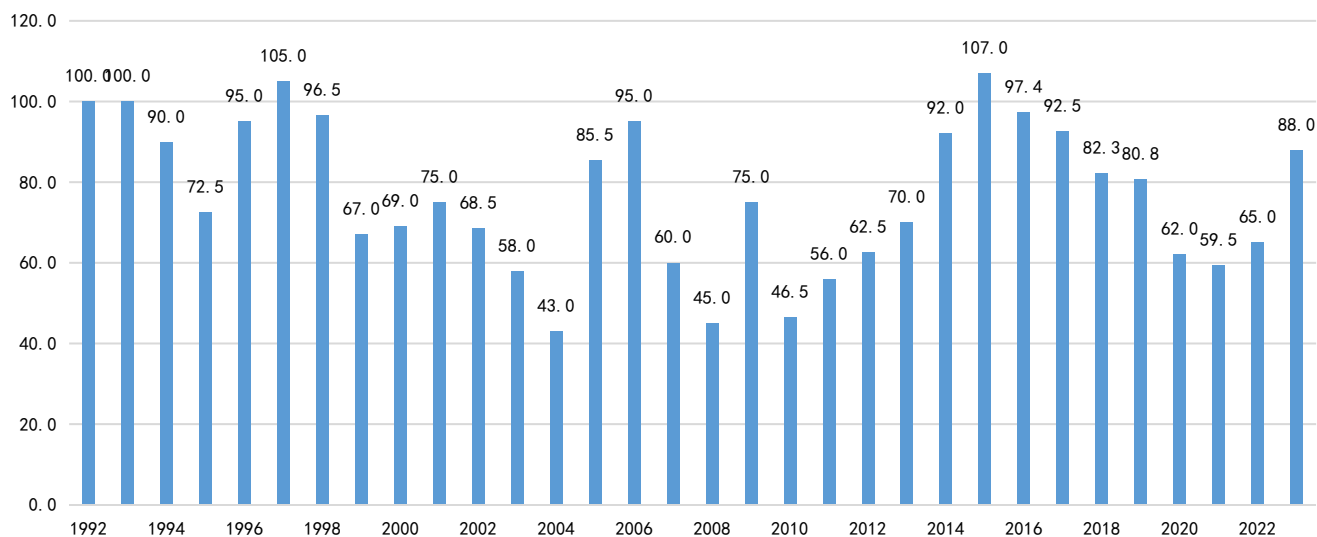
资料来源：LME，国信证券经济研究所整理

# 铜：精矿年中长单加工费说明矿端持续短缺

## ◆ 铜矿年中长单加工费23.25美元/吨，据此测算冶炼厂普遍严重亏损

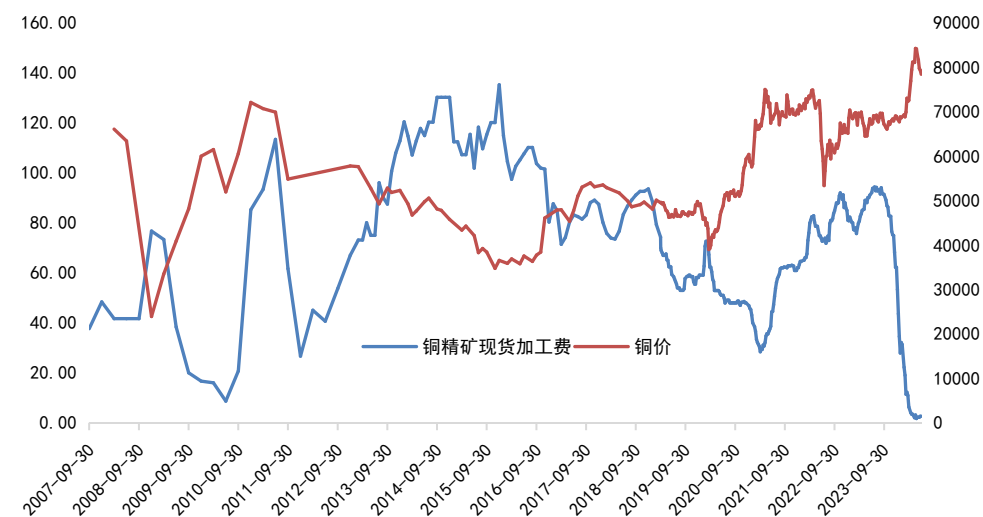
- 根据SMM消息，2024年6月27日Antofagasta与中国冶炼厂就2025年50%的铜精矿供应量的长单TC/RC敲定为23.25美元/干吨及2.325美分/磅。以年中长单定价的铜精矿数量不多，但是长单加工费定价如此之低，远低于冶炼厂生产成本40-50美元/吨的水平，说明了铜矿供应确实紧张。回顾过去30年的铜精矿长单加工费如下图所示，最低点也在40美元/吨左右。
- 如果以年中长单价格测算冶炼厂利润，则普遍亏损。在当前加工费水平下，我们简单换算人民币加工费收入， $23.25 \text{ 美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.04) \times \text{汇率} = 1040 \text{ 元/吨铜}$ ，远低于铜冶炼厂的冶炼成本。叠加当前硫酸价格不高，副产品收益有限，冶炼厂面临亏损压力。需要国内龙头冶炼厂在内的铜企实质性的减产，才能缓解铜精矿供应紧张局面。
- 行业层面普遍关注巴拿马铜矿动态。根据行业消息，7月初刚就职的巴拿马新总统在首次讲话中宣布对巴拿马铜矿进行环境审计，并表示如何处理该矿将取决于环境审计的结果。第一量子没有对总统谈话发表评论。第一量子原本计划本月对巴拿马启动正式仲裁程序。新总统在5月份当选后曾对媒体表示，除非第一量子撤销国际仲裁，否则不会谈判。第一量子于去年一季度对巴拿马铜矿进行了扩建，铜矿在去年11月份关停之前，在10月份的月产量已经达到4.15万吨，年化50万吨。

图：铜精矿年度长单加工费（美元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：铜精矿加工费对铜价的指向意义



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 铜：产量同比增长

## ◆ 精矿短缺但废铜补充，国内阴极铜产量维持高位

- 6月中国阴极铜产量100.5万吨，同比增幅9.5%，环比下降0.4%。1-6月国内阴极铜产量累计591.83万吨，同比增长6.5%。二季度铜价大涨导致精废价差扩大，国内铜精废价差超过4000元/吨，历史均衡价差在1500元/吨左右。这种情况下，冶炼厂加大了粗铜和阳极铜的采购力度，有效弥补了铜矿的供应短缺。随着铜价回落，7月初精废价差和粗铜加工费都已回落到历史均值附近。

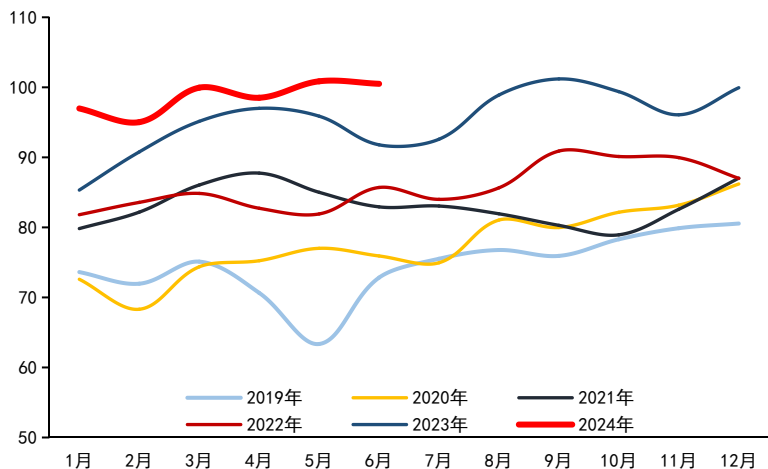
## ◆ 4月全球铜精矿产量183万吨

- 4月全球铜精矿产量182.7万吨，同比增长1.1%，2024年1-4月全球铜精矿累计产量733万吨，同比增3.9%。

## ◆ 4月全球精炼铜产量191万吨

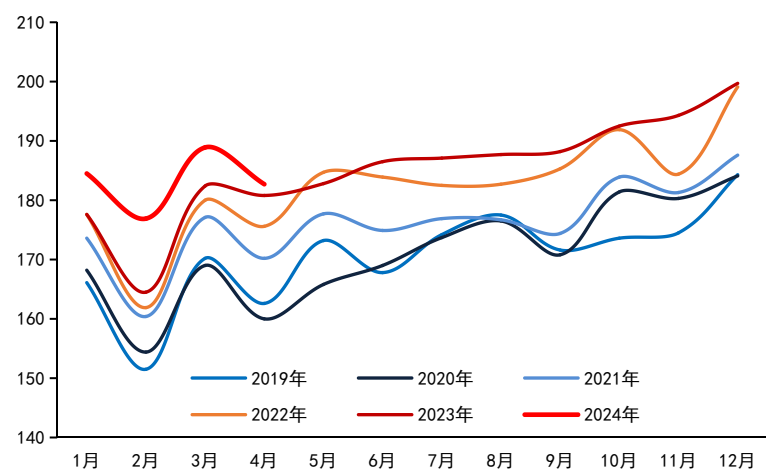
- 4月全球精炼铜产量190.9万吨，同比增1.3%，2024年1-4月全球精炼铜累计产量761.5万吨，同比增2.2%。

图：中国精炼铜月度产量（万吨）



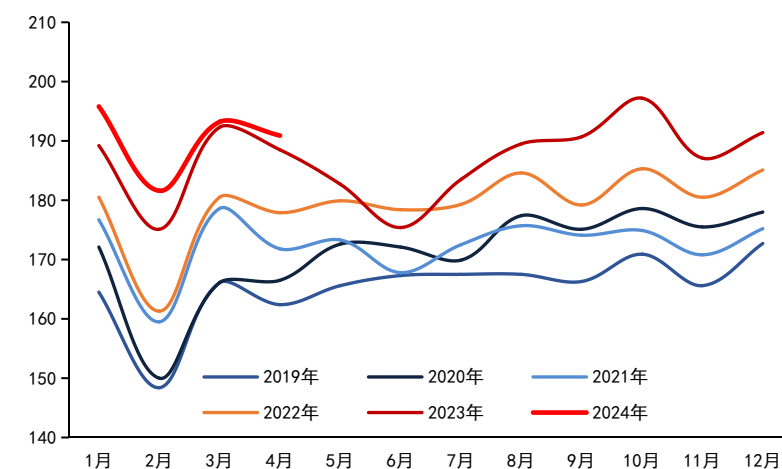
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：全球铜精矿月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼铜月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 电解铝：铝价上涨带动冶炼利润大幅增加

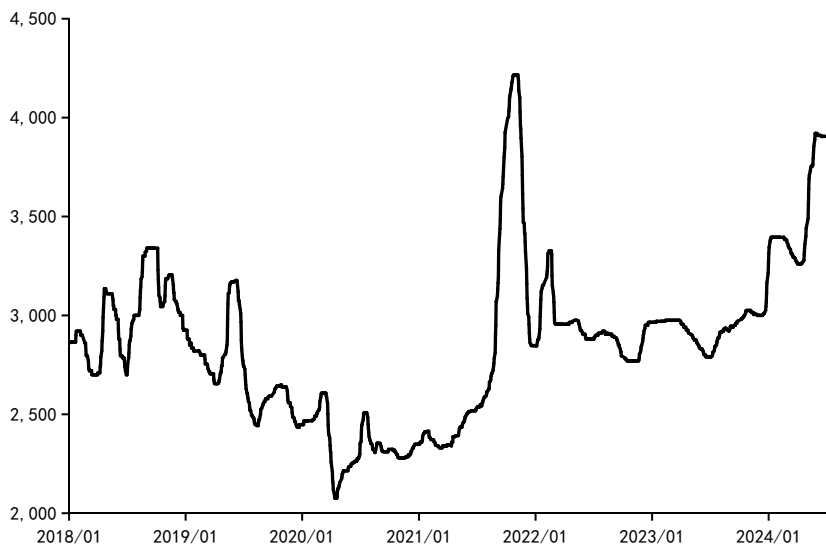
## ◆ 冶炼利润攀升

- 根据百川资讯消息，山东某铝厂7月预焙阳极采购基准价较6月下调100元，现货价3818元/吨，承兑3843元/吨。
- 动力煤价格方面，截至七月初秦皇岛港5500K动力煤价格850元/吨。随着铝价大涨，而煤价、预焙阳极价格变动不大，甚至稳中有降，电解铝冶炼利润快速增加。但是氧化铝价格上涨挤占了部分冶炼利润。对于氧化铝自给率高的企业，如中国铝业、中国宏桥、天山铝业、南山铝业，可以充分享受铝价上涨带来的收益。

## ◆ 氧化铝价格重心上移

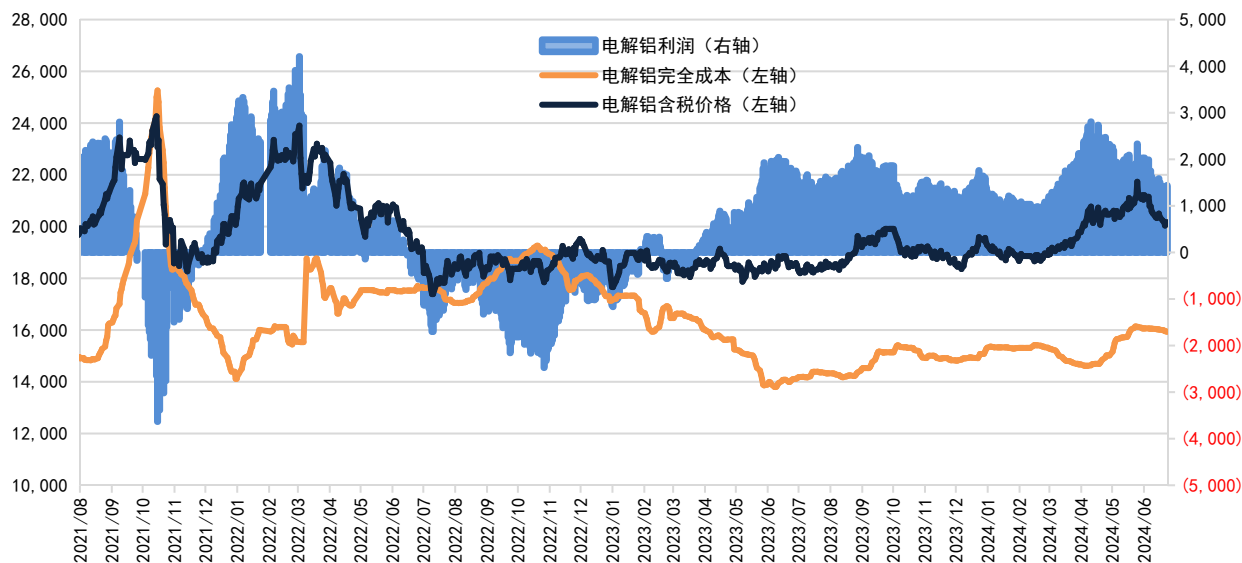
- 自从2017年电解铝行业供给侧结构性改革实施以来，氧化铝走向长期过剩趋势，价格长期低迷，偶有上涨，往往是短期炒作，回顾近几年走势多呈“尖顶”形态。但本轮氧化铝价格上涨是在电解铝利润长期维持在高位的情况下，且河南、山西等地国产矿确实面临品位严重下滑，资源可用年限缩短等问题。过去几年氧化铝均价不到3000元/吨，这种价格下，河南、山西氧化铝厂普遍亏损，今后来看很难成为常态，需要给氧化铝环节合理利润，预计3400-3500元/吨是长期合理区间。

图：山西氧化铝价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：山东地区铝冶炼厂利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 锌：锌精矿加工费跌至历史低位

## ◆ 2024年4月年全球锌精矿产量同比下降3%

• 根据国际铅锌研究小组数据，4月全球锌精矿产量96.2万吨，同比下降3%，1-4月份全球锌精矿产量375.8万吨，同比下降3.2%。

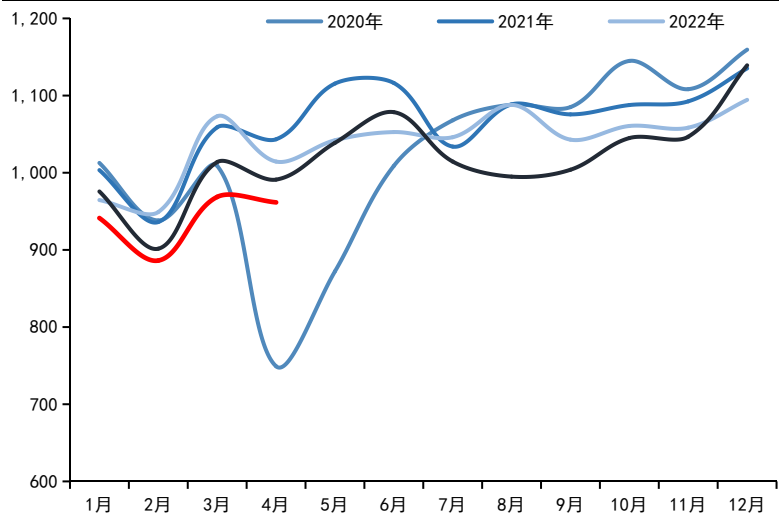
## ◆ 2024年4月全球精炼锌产量同比下降1.3%

• 根据国际铅锌研究小组数据，4月全球精炼锌产量111.7万吨，同比下降1.3%，1-4月份全球精炼锌产量451.9万吨，同比增加0.1%。

## ◆ 国产锌精矿加工费跌至2500元/吨以下

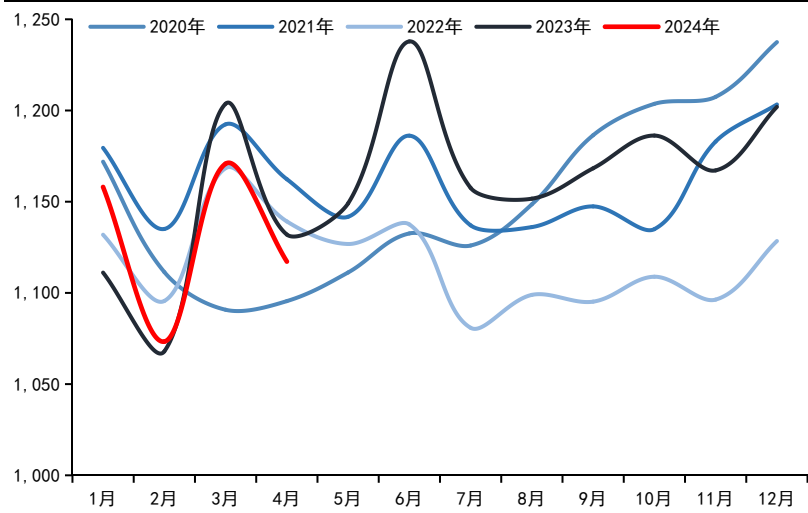
• 与铜类似，由于锌精矿产量收缩，而去年的冶炼产量高增长，锌精矿的加工费自去年2月份以来持续阴跌。截至2024年7月初，SMM报的国产锌精矿现货加工费跌至2500元/吨以下，进口锌精矿加工费10美元/吨，处于历史低位。即使考虑锌价二八分成，锌冶炼厂也处于盈亏边缘，又因为再生锌占比小，所以精炼锌的供应端呈收缩趋势，这是最近锌价走强的主要原因。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



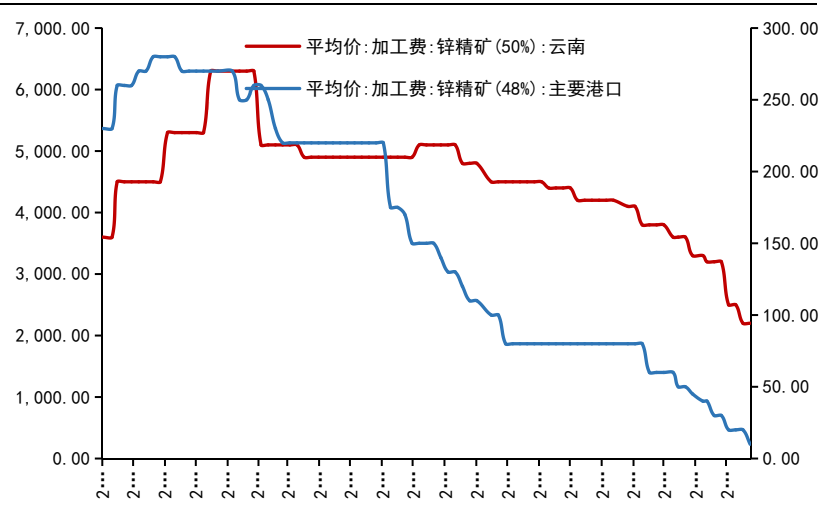
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼月度产量（千吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：锌精矿加工费



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理



# 工业金属：库存压力不大，边际变化更重要

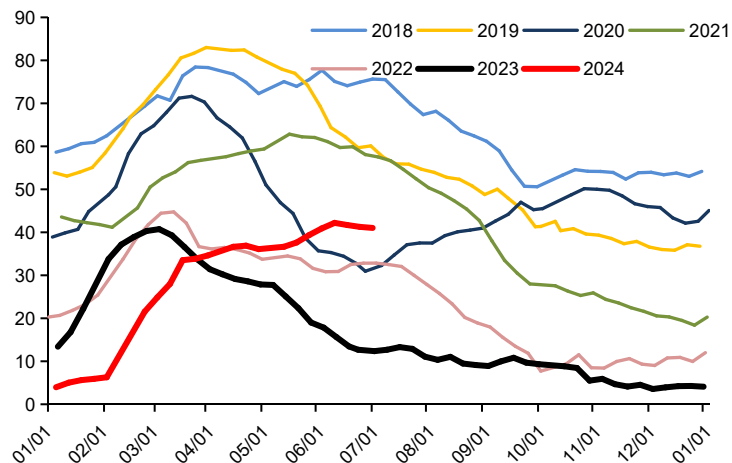
## ◆ 库存走势分化

3月中旬以来工业金属价格大幅上涨，抑制了部分下游需求。铜、锌库存高于去年同期，但长周期看库存处于历年平均水平，不对价格构成太大压力。铝锭库存波动幅度明显小于往年同期，铝的季节性变化更多体现在铝棒库存变动。

## ◆ 供应短缺矛盾未缓解，下半年价格重心抬升

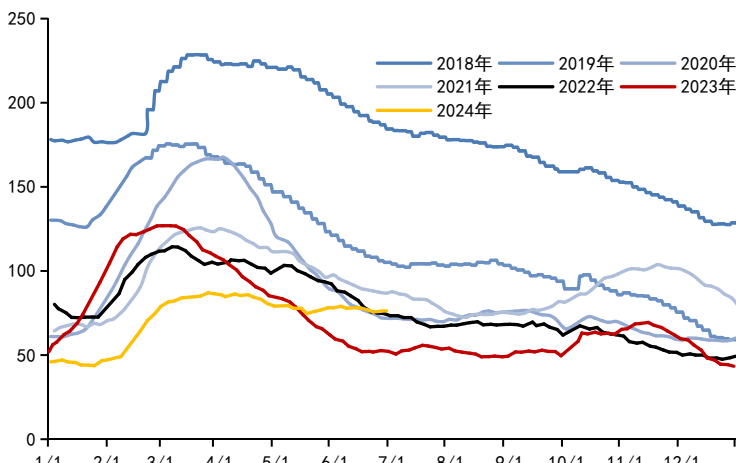
通过价格上涨解决供需短缺矛盾，要么增加供给，要么抑制需求。今年Q2工业金属价格大涨后，供应端矛盾没有解决，铜和锌增加产量需要解决矿山端的短缺，但矿山端供应紧张是长期问题，无法通过几个季度涨价缓解。废铜供应增加解决了部分短缺矛盾，但废铜能否持续增加，存在不确定性。铝的短缺源自行业政策，目前来看价格波动无法影响产业政策。因此上半年以抑制需求为代价缓解了一部分供需短缺矛盾。当前下游库存水平偏低，部分订单后置，决定了工业金属有较强的补库需求，价格很难深跌，可能延续震荡趋势，等待下一轮需求脉冲，重拾上涨趋势。

图：国内铜库存（万吨）



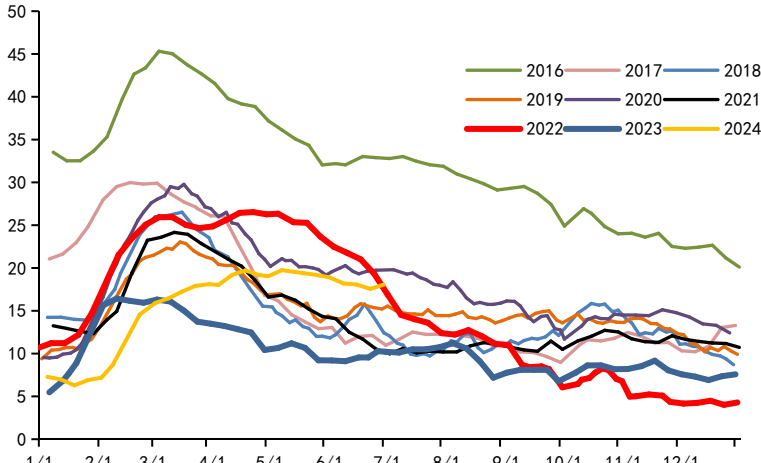
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内铝锭库存季节图（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存（万吨）

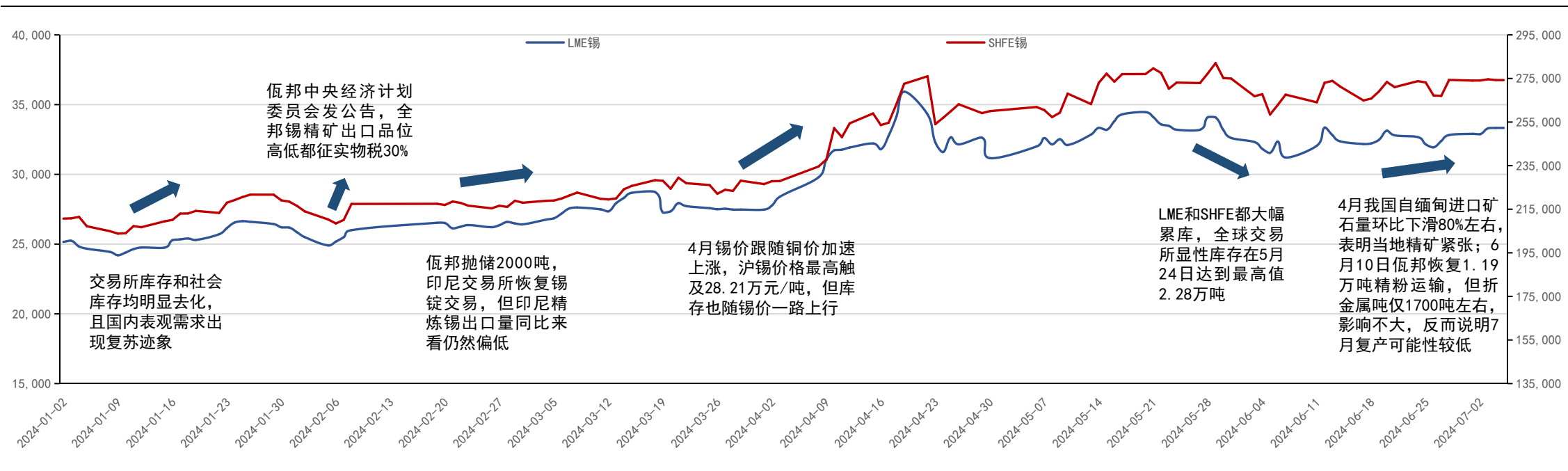


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 锡：2024年上半年价格复盘

2024年上半年锡价中枢明显抬升，半年内价格涨幅30%左右。上半年锡价走势稳步上行，随经济数据、供给侧催化、库存数据等因素不断调整。从23年8月开始，对于锡造成最大扰动的供给侧因素为佤邦的矿山停产，目前为止当地仍无复产迹象。根据我国自缅甸进口锡矿石量来看，4月开始出现明显下滑，环比-77.85%，随后的5月持续环比下降；6月中旬佤邦工矿局发布通知表示恢复曼相矿区积压的1.12万吨精粉，折金属吨不到2000吨，反映出7月复产可能性较低。从需求来看，近期国内表观需求有所恢复，且社会库存、交易所库存均从高位开始回落，下游补库意愿有所改善。

图：2024H1锡价走势复盘（2024.1.2-2024.7.5）



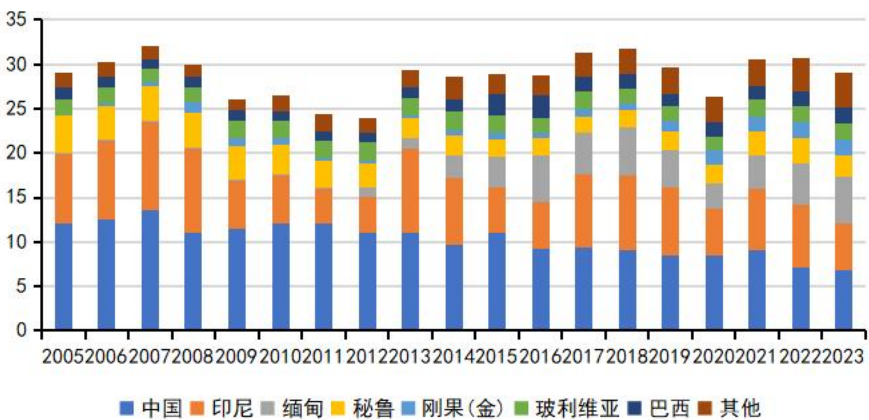
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 锡：新项目主要集中在非洲和澳洲，供给具有刚性

全球锡矿新增项目有限。全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。

2023年全球锡矿供给明显下滑。中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主，但由于矿山开采年限久，近年来存在品位下降的问题，21-23年矿产量为9.0/7.1/6.8万吨。东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一，以锡矿砂、中小型矿为主，其中印尼因雨季、采矿配额延迟发放、出口许可证更新等原因，产量下滑较为严重，23年产量5.2万吨，同比-25%。非洲地区（刚果金、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加，23年增幅不大，23年随着Mpama南部矿的投产，或有0.3-0.4万吨增量。澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力。USGS数据显示，过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平，21-23年分别为30.5/30.7/29.0万吨，23年同比下滑6%。

图：全球锡矿产量（单位：万吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

表：2024年海外主要新增锡矿项目（单位：金属吨）

地区	项目名称	所属矿企	2024年增量E	投产时间
刚果（金）	Mpama南部	Alphamin	3000	2022年初开始建设，2024年试产
澳洲	Taronga	AusTinMining/ First Tin Limited	1000	2023年底完成可研，2024年试产
澳洲	renison	Metals X	1000	已达产，可能继续增产1000吨
巴西	Massangana	Auxico resources	1000	2023年二季度投产
秘鲁	Nazareth	Minsur	1000	最快2024年试运营
西班牙	Oropesa	Elementos	1000	2023年初完成钻探活动，2025年达产
刚果（金）	Manono	AVZ Minerals Limited	500	2020年完成可研，2023年开始生产
英国	Hemerdon+Drakelands	Tungsten West	500	2023年下半年复产

资料来源：各公司官网，ITA，国信证券经济研究所整理

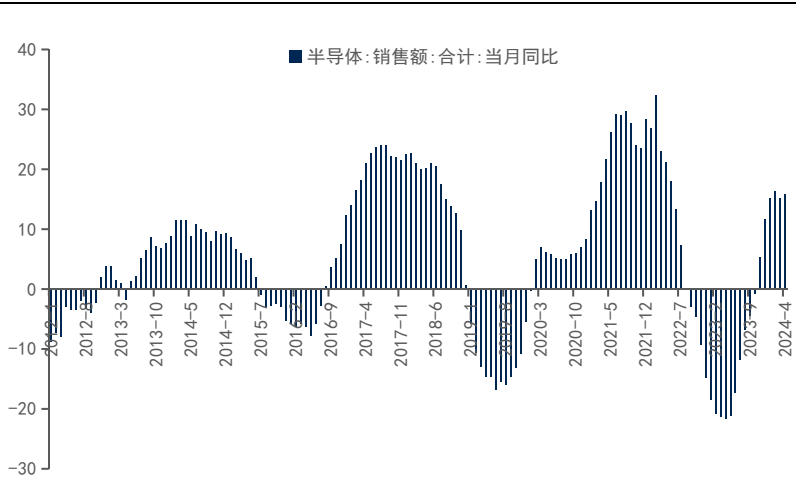
# 锡：5月缅甸锡精矿供给持续下滑

全球半导体销售额已连续6个月同比正增长。锡焊料是最主要的消费领域，在全球锡消费中的占比高达49%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。2024.2-2024.4，全球半导体销售额分别为461.7/459.1/464.3亿美元，同比增速分别为+16.30%/15.20%/15.80%，环比增速分别为-3.07%/-0.56%/+1.13%，同比增速自2023年11月起持续为正，环比增速也从4月开始由负转正。另外，近期锡价和费半走势相关性较高。

中国自佤邦进口锡矿量5月维持低位。2024年2月7日，佤邦中央经济计划委员会发布“关于锡精矿出口统一收取实物税的通知”，称自当日起，全邦锡精矿出口暂停征收现金税，无论锡精矿品位高低，一律统一按30%税率收取实物税。此前20%以下的精矿不征收实物税，政策修改后，我国自缅甸进口锡精矿量将会有所下降。佤邦自2023年8月开始停产，2024.3-5进口量分别为1.77/0.39/0.33万吨（实物吨），今年3月及以前我国自缅甸进口锡矿量仍无明显下滑迹象，但4月进口量环比下滑78%，5月环比进一步下滑17%，说明23年4-8月之间佤邦囤积的矿石库存或将消耗完。但在6月中旬佤邦工矿局发布通知表示恢复曼相矿区积压的1万吨左右锡精粉，折金属吨1700吨左右，反映出7月复产可能性较低。

新能源领域用锡也能够拉动锡消费。新能源用锡主要指的是光伏用锡及新能源汽车用锡：1）光伏，锡在光伏中的应用为焊带的表面涂层，用量为72吨/GW，2023年光伏用锡2.5万吨，占锡消费6%，2025年或达4.2万吨，占锡消费10%；2）新能源汽车，较传统燃油车而言锡需求翻倍，用量约700g/辆，因此电动汽车渗透率的提升可拉动锡需求。

图：全球半导体销售额当月同比（单位：十亿美元，截至2024.4）



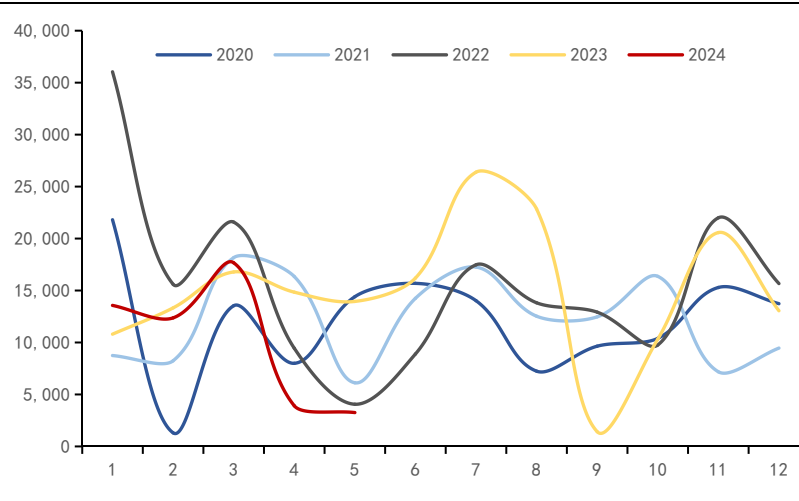
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2024.7.5）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国自缅甸进口锡矿砂及精矿量（吨，截至2024.5）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

# 锡：交易所库存大幅去库，冶炼加工费低位运行

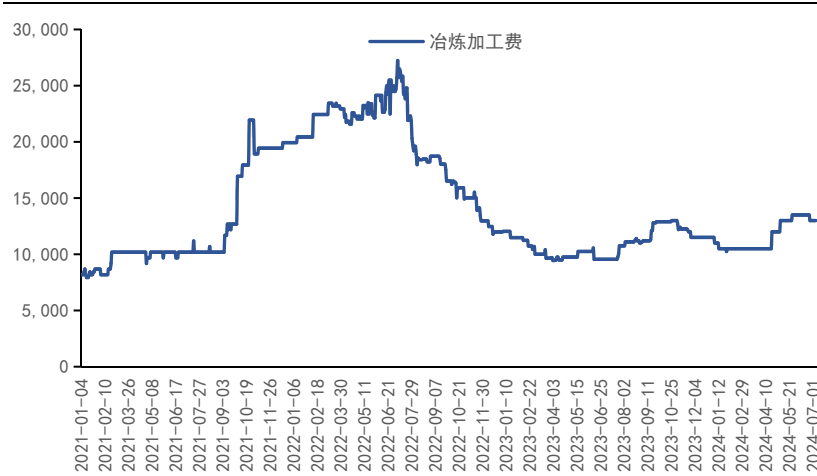
- ◆ **全球交易所显性库存大幅去库。**截至7月5日，SHFE锡库存为14,982吨，较6月初下降1,315吨；LME锡库存为4,570吨，较6月初下降240吨；交易所库存合计19,552吨，较6月初下降1,555吨。在涨价过程中，冶炼厂希望通过出售过往的低价产成品库存或卖出交割来提升利润，因此3-5月交易所库存快速累积，从6月开始这个现象已经不明显。
- ◆ **冶炼加工费小幅下降至1.3万元/吨。**根据百川盈孚数据，截至7月4日，锡锭价格为27.63万元/吨，60%锡精矿价格为26.33万元/吨，冶炼加工费为13,000元/吨，由6月初的13,500元/吨出现小幅下调。
- ◆ **上海有色网数据显示，2024年3-5月我国锡锭月度产量分别为1.55/1.65/1.67万吨；百川盈孚数据显示，2024年4-6月我国锡锭月度产量分别为1.70/1.70/1.37万吨，冶炼开工率分别为72.99%/72.99%/58.60%，6月开工率回落。**

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2024.7.5）



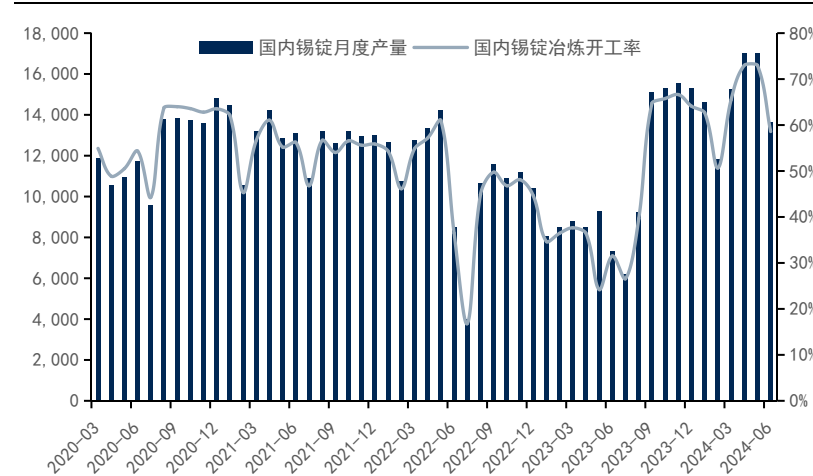
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿冶炼加工费回升（元/吨，截至2024.7.4）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：国内锡锭产量及开工率（吨，截至2024.6）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

# 贵金属行业分析

## 降息前夕，贵金属配置价值提升

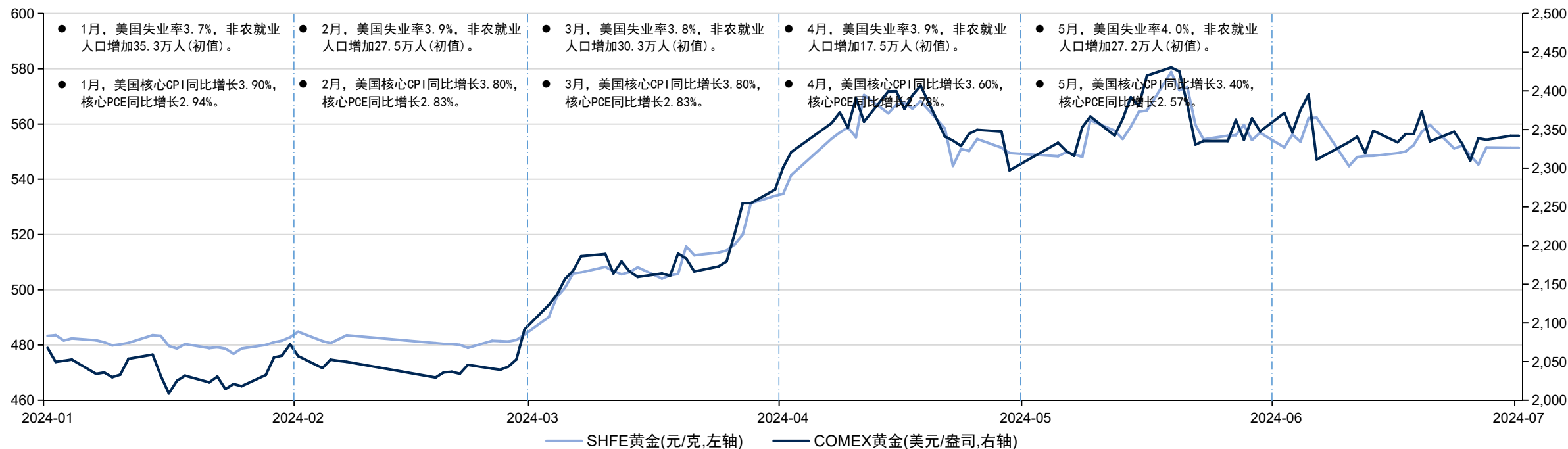
# 2024年上半年黄金价格走势回顾

◆ 今年上半年COMEX金价涨幅约12.80%，沪金涨幅约14.5%。

◆ 今年上半年美国经济数据总体超预期，降息时间表进一步推迟，但金价表现出了非常强的韧性，我们认为其背后的主要原因是来自于各国央行持续的购金行为，目前这种趋势仍然在继续。各国央行持续的购金行为的背后，我们认为可能是源于全球地缘政治风险和逆全球化的发展趋势，以及新兴国家淡化对美元过度依赖的需求也是不断提升。其中，中国央行持续增持黄金，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.9%，其他新兴国家黄金储备的占比也相对较低，而全球平均的外汇储备中，黄金的占比约有15%，欧美国家黄金储备占外汇储备的比重更是能够超过50%。

◆ 黄金价格和美元实际利率呈现比较强的负相关关系，今年上半年这个逻辑对于金价的解释效果是被弱化的。我们认为进入下半年，金价的逻辑有望回归到传统的分析框架体系中。目前市场对于美联储什么时候降息有较大的争议，美联储在它的长期目标中声明，力求在长期内实现最大就业和2%通货膨胀率，所以这种长期目标就决定了美联储降息节奏就会非常依赖于就业数据和通胀数据的变化。

图：2024年上半年黄金价格走势回顾

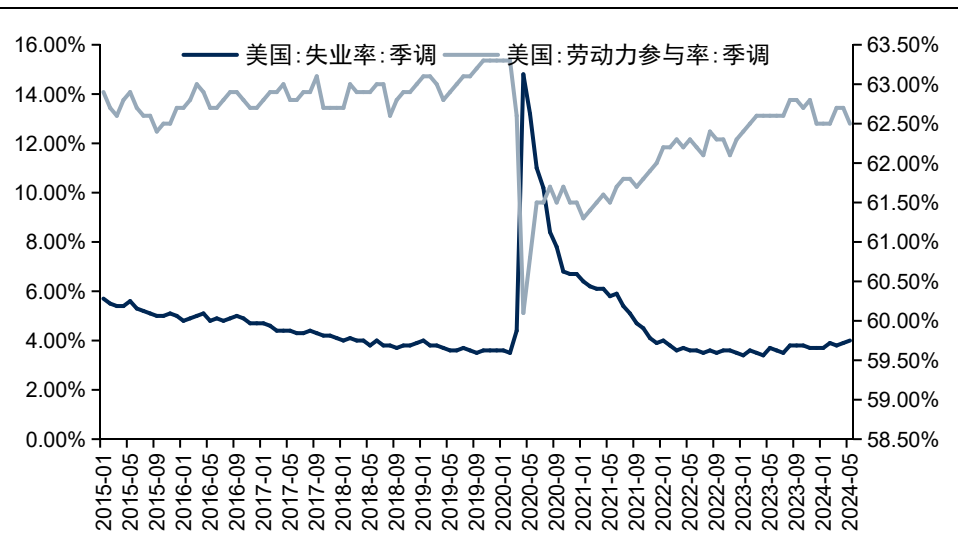


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

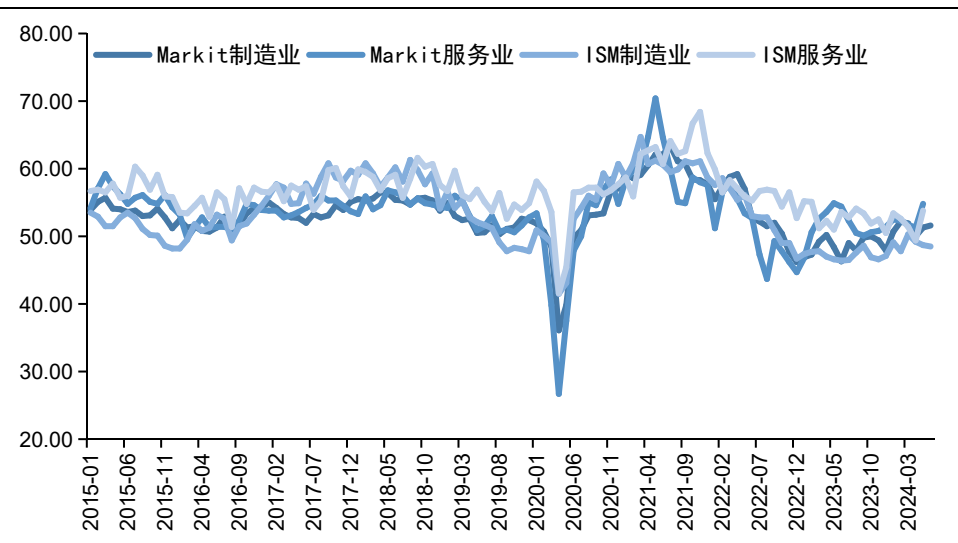
- ◆ **今年一季度GDP不及预期。**美国商务部于6月27日公布的最终修正数据显示，今年一季度GDP按年率计算增长1.4%，相较于2023年三季度和四季度的增速4.9%和3.4%明显放缓，为2022年二季度以来的最低水平。从数据上来看大幅低于市场预期，但其私人部门需求依然强劲，环比折年率为4.4%。
- ◆ **失业率上升，非农数据超预期。**美国5月失业率环比上升0.1个百分点至4.0%，高于上个月的水平和市场预期的3.9%，这也是自2022年1月以来，美国失业率首次升至4%，劳动参与率环比下降0.2个百分点至62.50%。美国5月非农就业人口增加27.2万个就业岗位，相较市场预期的18万个高出约50%。美国失业率和非农就业同时向上也引发了市场的讨论，数据有所分化主要是因为失业率统计来自GPS问卷，而非农就业统计来自CES问卷，两者调查对象不同。美国5月非农就业数据意外走强使得降息预期再度降温。**6月数据即将于本周公布，需密切关注。**
- ◆ **6月ISM制造业PMI低于预期。**美国6月ISM制造业PMI为48.5，预期49.1，前值48.7，连续三个月处于收缩区间。从分项指数来看，新订单指数49.3，高于前值45.4，单月反弹幅度较大；生产指数48.5，低于前值50.2，进入收缩区间；物价支付指数52.1，低于前值57，单月回落幅度较大；就业指数49.3，低于前值51.1。另外，美国6月Markit制造业PMI初值51.7，连续第二个月处于扩张区间。

图：美国失业率与劳动力参与率



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：PMI变化

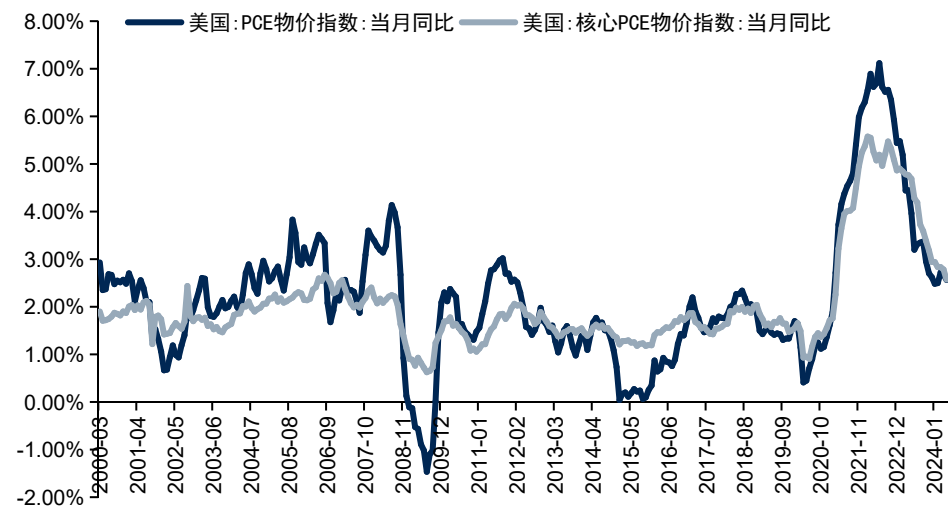


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理



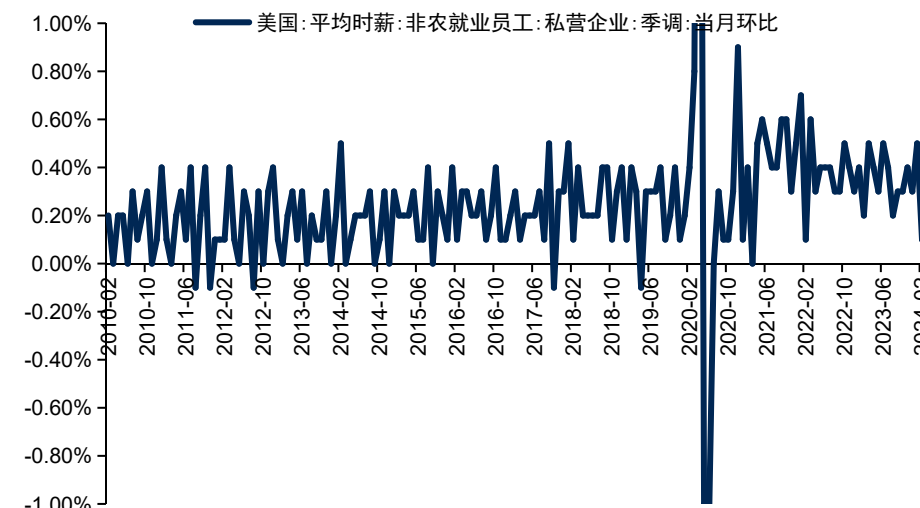
- ◆ **5月核心PCE持续回落。**6月末，PCE数据公布，美国5月核心PCE物价指数同比增长2.60%，预期2.60%，前值2.80%。美国5月核心PCE物价指数环比增长0.10%，预期0.10%，前值0.20%。PCE数据显示美国通胀压力持续缓解。
- ◆ **5月住房服务通胀继续放缓。**住房价格在美国核心PCE价格指数中占比达40%。5月住所CPI当月同比为5.4%，前值为5.6%，此前2023年3月高点为8.3%；当月环比为0.40%，前值为0.40%，住房通胀韧性仍在。对利率敏感的房地产行业在去年就出现弱化，因租赁周转缓慢等原因，租金变化滞后。2022年以来，租金要价和新租赁合同租金的增长速度有所放缓，给今年住房通胀带来下行动力。地产行业经过一轮急剧减速后房价出现复苏迹象，但难以排除是供给紧张导致。Zillow实时租金指数环比增速逐步回落，其领先于住房租金约半年左右的时间，所以预计今年下半年住房通胀仍有下降的空间。
- ◆ **5月时薪增速有所回升。**4月时薪环比增速从0.3%降至0.2%，低于预期的0.3%，同比增速从4.1%降至3.9%，低于预期的4.0%，为2021年以来首次跌至4%以下，薪资涨幅收窄可能有利于通胀形势转好。但5月时薪环比增速再次回升到0.4%，同比增速再次回升到4.1%，均高于前一报告期，暗示美国消费者支出仍有韧性。

图：美国PCE变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：美国非农就业员工平均时薪当月环比

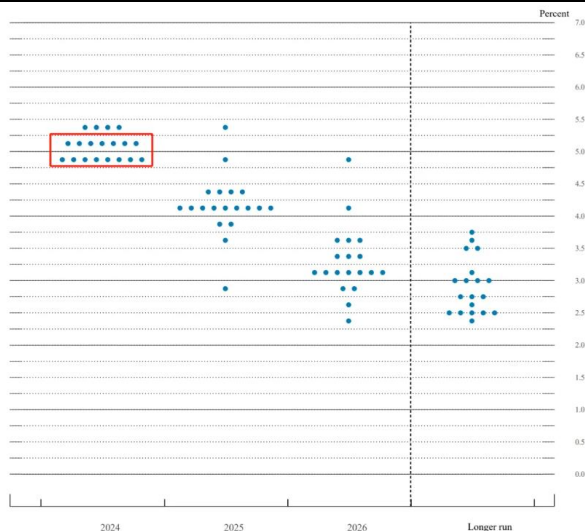


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

# 6月议息会议保持利率不变，市场预期下半年降息

- ◆ **6月议息会议保持利率不变。**6月12日，美联储发布6月议息决议，联邦基金目标利率保持5.25-5.50%，符合市场预期。这是美联储自去年9月份以来连续第七次会议维持利率不变。委员会力求在长期内实现最大就业和2%通货膨胀率。委员会认为，过去一年实现就业和通胀目标的风险已趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会认为，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。
- ◆ **市场预期下半年开启降息。**美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据的影响。近期美国非农就业数据超预期，但核心PCE数据持续回落，市场对降息预期处于左右摇摆的过程中。目前CME预测显示，7月利率不变概率约91%，降息概率约9%；9月利率不变概率约35%，降息概率约65%；11月利率不变概率约23%，降息概率约77%；12月利率不变概率约6%，降息概率约94%。

图：美联储6月议息会议纪要点阵图



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（7月3日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	91.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	59.9%	34.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	23.2%	51.7%	23.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	17.6%	44.3%	30.7%	6.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.3%	32.4%	36.8%	17.1%	2.7%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	23.7%	35.1%	24.8%	8.4%	1.1%
2025/4/30	0.0%	0.2%	2.9%	13.5%	28.3%	30.9%	18.2%	5.4%	0.6%
2025/6/18	0.1%	1.7%	8.9%	21.9%	29.8%	23.7%	10.9%	2.7%	0.3%
2025/7/30	0.7%	4.3%	13.5%	24.7%	27.6%	19.2%	8.0%	1.8%	0.2%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

# 央行购金对金价形成中长期推力

◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，风险事件多发，为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。

◆ **央行购金对金价形成中长期推力。**世界黄金协会数据显示，2022年全球黄金需求提升至4699吨，同比增长17%，其中各国央行购金大幅提升，全年量达1082吨；2023年，各国央行继续保持净购入，全年量为1037吨，成为最强劲的需求支撑点。新兴市场的黄金配置需求在持续提升。中国人民银行今年5月暂停增持黄金，此前已连续18个月增持黄金，4月末中国官方黄金储备为2264吨，占外汇储备总额的4.9%，为历史最高水平，但相较欧美国家仍相距甚远。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

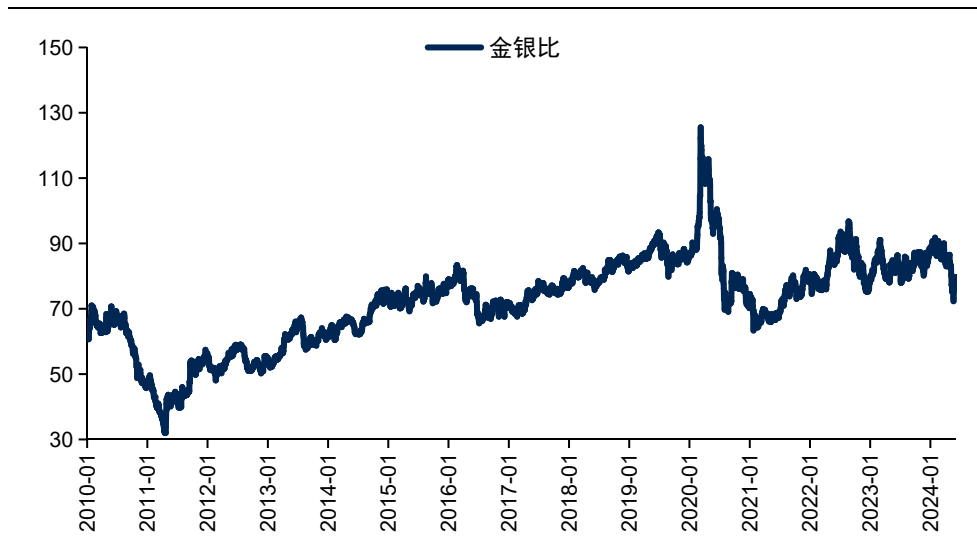
	2021	2022	2023	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度
<b>供应量</b>								
金矿产量	3,576.50	3,624.80	3,644.40	852.50	909.00	952.10	930.80	893.00
生产商净套保	-5.40	-13.10	17.00	39.40	-19.80	19.70	-22.30	-5.50
回收金	1,136.20	1,140.20	1,237.30	312.00	323.50	288.90	312.90	350.80
<b>总供应量</b>	<b>4,707.30</b>	<b>4,751.90</b>	<b>4,898.80</b>	<b>1,204.00</b>	<b>1,212.70</b>	<b>1,260.70</b>	<b>1,221.40</b>	<b>1,238.30</b>
<b>需求量</b>								
金饰制造	2,230.30	2,195.40	2,168.00	512.30	493.00	581.20	581.50	535.00
科技	330.20	308.70	297.80	70.80	71.00	75.30	80.60	78.60
投资	990.50	1,113.00	945.10	273.00	257.50	156.40	258.30	198.60
金条和金币总需求量	1,180.30	1,222.60	1,189.50	301.60	278.60	295.50	313.80	312.30
黄金ETFs及类似产品	-189.70	-109.50	-244.40	-28.60	-21.10	-139.10	-55.60	-113.70
<b>各国央行和其他机构</b>	<b>450.10</b>	<b>1,081.90</b>	<b>1,037.40</b>	<b>287.70</b>	<b>167.10</b>	<b>353.20</b>	<b>229.40</b>	<b>289.70</b>
<b>黄金需求（制造基础）</b>	<b>4,001.20</b>	<b>4,699.00</b>	<b>4,448.40</b>	<b>1,143.70</b>	<b>988.60</b>	<b>1,166.20</b>	<b>1,149.80</b>	<b>1,101.80</b>
顺差/逆差	706.10	52.80	450.40	60.20	224.10	94.50	71.50	136.40
<b>总需求</b>	<b>4,707.30</b>	<b>4,751.90</b>	<b>4,898.80</b>	<b>1,204.00</b>	<b>1,212.70</b>	<b>1,260.70</b>	<b>1,221.40</b>	<b>1,238.30</b>
LBMA黄金价格 （美元/盎司）	1,798.61	1,800.09	1,940.54	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50	2,069.80

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

# 白银兼具金融和工业属性，弹性更大

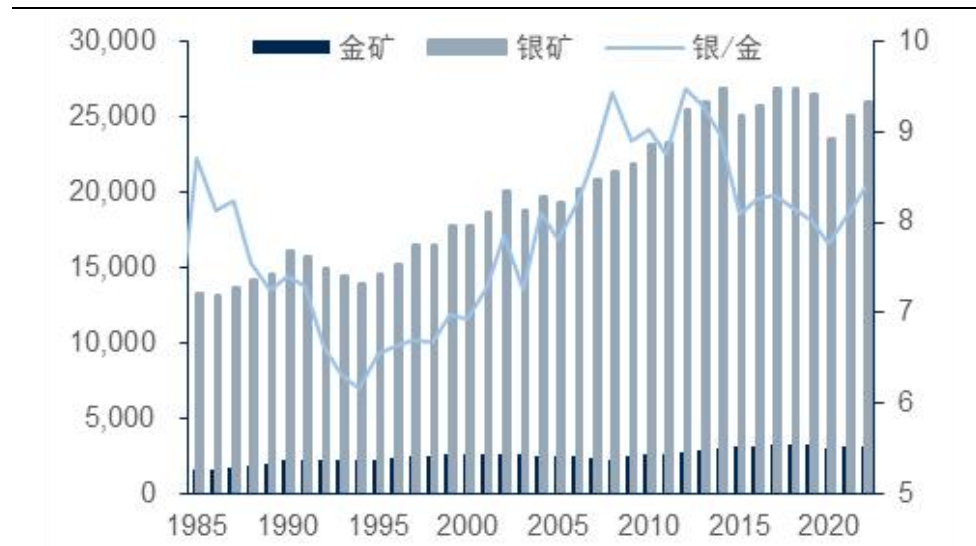
- ◆ 作为贵金属，白银具备金融属性，其历史价格变动方向与黄金相似，也呈现出与美元实际利率的负相关关系，价格受投资需求驱动，且波幅通常较黄金更剧烈。但同时，白银的工业需求在实物需求的占比长期超过40%，具备商品属性，虽然存量规模大，但价格也会受到供需影响，历史上银价也经常与铜等大宗商品显示出相关性。复盘银价历史波动，银价走势受多因素影响，不同时期主导银价走势的因素各不相同。
- ◆ 白银工业需求有望持续增长。光伏用银需求景气度高，此外汽车电子元件领域以及消费电子领域白银需求也有望增长。世界白银协会预计2024年白银工业需求同比有望增长4%，创历史新高。白银珠宝银器需求有望继续增长，印度是全球白银珠宝和银器的主要消费国，2022年占比超过50%，印度经济复苏以及更高纯度的925银的普及有望带动其白银消费的增长。
- ◆ 金银比中枢有望逐步回归。1968年来金银比均值为58.01，2010年来均值为71.78，金银比中枢有所提升。从需求角度来看，因为黄金具有更强的货币属性，所以被各国央行视作重要储备资产，2010年来央行增持黄金行为对金价形成推力，对应金银比中枢呈现上移的趋势。从供给角度来看，90年代中期以来黄金产量由2200吨增长至3300吨，白银产量由1.4万吨增长至2.7万吨，接近翻倍，矿产白银增速大于黄金，造成金银比中枢上移。目前金银比接近80，处于历史较高水平，中枢回归过程或使得白银具备更大的价格弹性。

图：金银比仍处于历史高位水平



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：白银、黄金矿产量及比值（吨）



资料来源：世界白银协会，国信证券经济研究所整理

# 稀土行业分析

## 国务院发布《稀土管理条例》，提振市场信心

### 国内指标充裕，海外进口增量

- ◆ 2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨。轻稀土与中重稀土开采指标均较2023年全年指标量的50%增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。

### 行业集中，产量持续增长

- ◆ 长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。随着指标增长，国内稀土产品产量持续增长。2024年5月，氧化镨钕产量7976吨，环比小幅增长1.62%，同比增长26.18%。氧化镝产量306吨，环比增长2.34%，同比增长47.12%；氧化铽产量57吨，环比增长3.85%，同比增长42.11%。钕铁硼产量27,100吨，环比增长1.86%，同比增长41.55%。

### 国务院发布《稀土管理条例》，提振市场信心

- ◆ 《稀土管理条例》的征求意见稿于2021年1月发布，在今年6月落地，自10月1日开始施行，且发布的部门由工信部更改为国务院，提振市场信心。《条例》中加强了对稀土资源的保护，健全了稀土的管理体制，加大对进出口的管控，进一步限制“黑稀土”产品。截至2024年7月5日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为36.0万元/吨、179万元/吨、532.5万元/吨，较6月初分别下跌1.3万元/吨、13万元/吨、53万元/吨。7月，北方稀土集团产品挂牌价平挂公布，氧化镨钕挂牌价仍为38.48万元/吨，金属镨钕价格为47.8万元/吨。中长期，稀土价值有望得到重估。

# 国内指标充裕，海外进口增量

- ◆ **稀土开采、冶炼分离总量指标持续增长，稀土产业占据绝对优势。**2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨。轻稀土与中重稀土开采指标均较2023年全年指标量的50%增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。
- ◆ **进口矿全年增量较大。**海外稀土资源丰富，但受制于开采难度以及建设周期，短期难见大幅增量。目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，缅甸矿，此外老挝矿量正在不断提升。2023年缅甸矿进口恢复，但仍阶段性受缅甸局势影响；美国矿方面，MP Materials公司三季度已实现镨钕氧化物的生产，进口量有所下降。全年缅甸及美国稀土矿进口量折百REO为8.2万吨，同比增长47.4%。

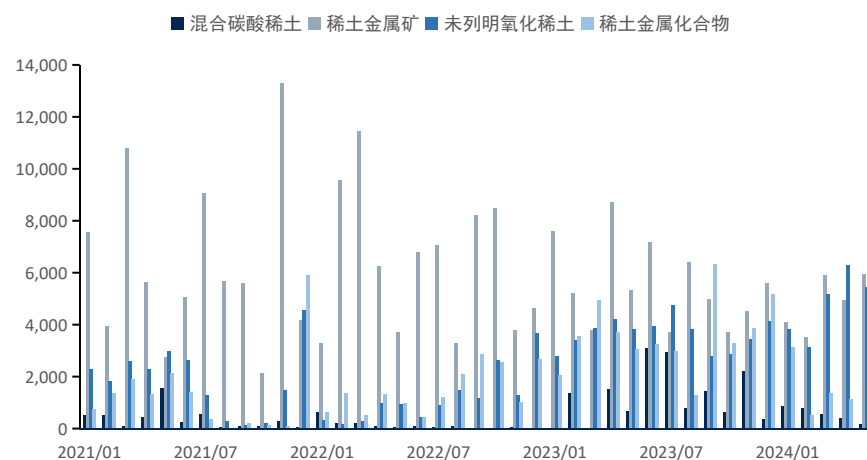
表：稀土矿指标（吨）

稀土矿指标	中国稀土集团有限公司	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2022年第一批					
岩矿型稀土	29100	60210	0	0	89310
离子型稀土	7806	0	1620	2064	11490
<b>合计</b>	<b>36906</b>	<b>60210</b>	<b>1620</b>	<b>2064</b>	<b>100800</b>
2022年第二批					
岩矿型稀土	20100	81440	0	0	101540
离子型稀土	5204	0	1080	1376	7660
<b>合计</b>	<b>25304</b>	<b>81440</b>	<b>1080</b>	<b>1376</b>	<b>109200</b>
2022年					
岩矿型稀土	49200	141650	0	0	190850
离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
<b>合计</b>	<b>62210</b>	<b>141650</b>	<b>2700</b>	<b>3440</b>	<b>210000</b>
2023年第一批					
岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
<b>合计</b>	<b>35548</b>	<b>80943</b>	<b>1543</b>	<b>1966</b>	<b>120000</b>
2023年第二批					
岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
<b>合计</b>	<b>31662</b>	<b>85707</b>	<b>1157</b>	<b>1474</b>	<b>120000</b>
2023年第三批					
岩矿型稀土	3000	12000	0	0	15000
离子型稀土		0	0	0	0
<b>合计</b>	<b>3000</b>	<b>12000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>15000</b>
2023年					
岩矿型稀土	57200	178650	0	0	235850
离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
<b>合计</b>	<b>70210</b>	<b>178650</b>	<b>2700</b>	<b>3440</b>	<b>255000</b>
2024年第一批					
岩矿型稀土	30280	94580			124860
离子型稀土	10140	0			10140
<b>合计</b>	<b>40420</b>	<b>94580</b>			<b>135000</b>

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

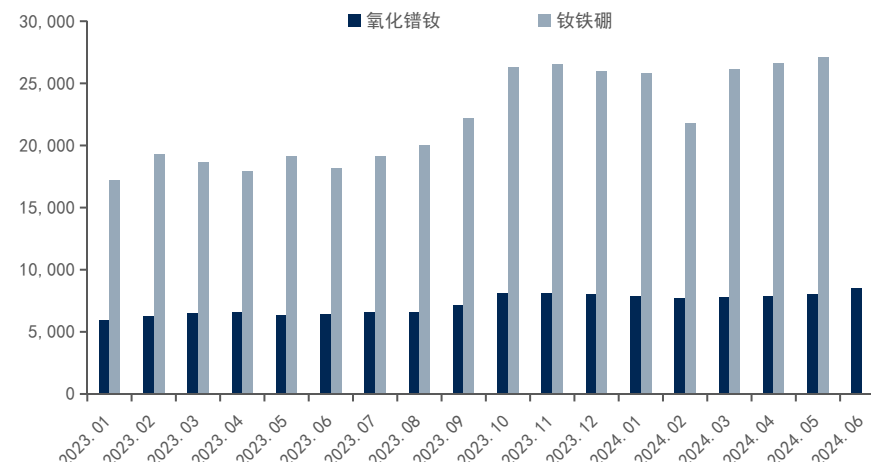
- ◆ **稀土是我国重要的战略金属。**2023年11月3日，国务院常务会议研究推动稀土产业高质量发展有关工作，会议指出，稀土是战略性矿产资源。要统筹稀土资源勘探、开发利用与规范管理，统筹产学研用等各方面力量，积极推动新一代绿色高效采选冶技术研发应用，加大高端稀土新材料攻关和产业化进程，严厉打击非法开采、破坏生态等行为，着力推动稀土产业高端化、智能化、绿色化发展。
- ◆ **行业高度集中，供应有序。**长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，资源配置愈发合理。2022年至今，中国稀土集团先后与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府、四川省自然资源投资集团、云南省人民政府、厦门钨业展开合作，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。
- ◆ **国内稀土产品产量持续增长。**2024年5月，氧化镨钕产量7976吨，环比小幅增长1.62%，同比增长26.18%。氧化铈产量306吨，环比增长2.34%，同比增长47.12%；氧化铽产量57吨，环比增长3.85%，同比增长42.11%。钕铁硼产量27,100吨，环比增长1.86%，同比增长41.55%。

图：稀土进口情况（单位：吨，截至2024年5月）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

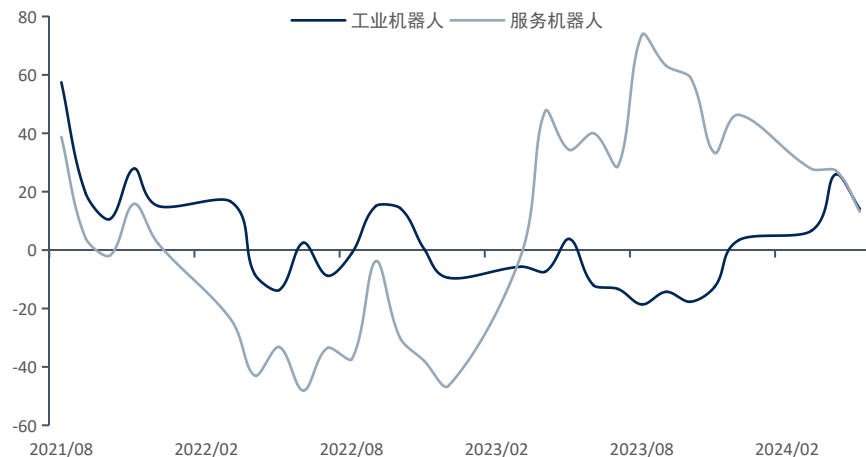
图：氧化镨钕和钕铁硼产量（单位：吨，截至2024年6月）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

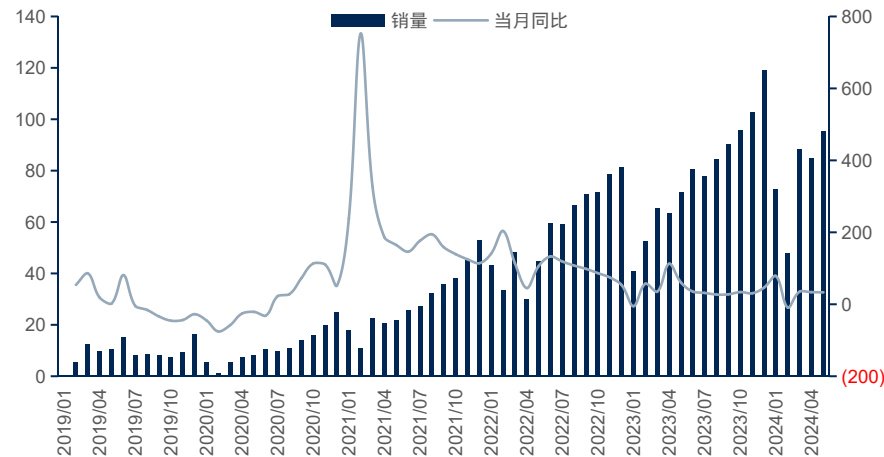
- ◆ **节能降耗导向下, 稀土永磁材料优势突出。** 稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能, 对改善产品性能, 被广泛应用于永磁材料、抛光材料、催化材料等领域。其中永磁材料用量占比最大, 增速也最快。用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩(转矩)高, 体积小、噪音小、温升小, 稳定性可靠性好等优点。在节能降耗导向下, 材料优势愈发突出。
- ◆ **新能源汽车用稀土需求保持高速增长。** 从中长期来看, 汽车电动化趋势确定, 我国新能源车产销量高速增长。2023年, 我国新能源车销量达949.5万辆, 同比增长37.9%。2024年5月销量为95.5万辆, 同比增长33.2%。新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升, 新能源车也是目前高性能稀土永磁材料需求增速最快的领域。
- ◆ **人形机器人产业保持增长。** 2023年11月, 工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》, 提出到2025年人形机器人创新体系初步建立, 整机产品达到国际先进水平, 并实现批量生产。到2027年, 综合实力达到世界先进水平, 产业加速实现规模化发展, 应用场景更加丰富, 相关产品深度融入实体经济, 成为重要的经济增长新引擎。人形机器人产业加速发展, 未来有望打造稀土磁材需求新的增长点。

图: 机器人当月产量变化(%, 截至2024年5月)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图: 我国新能源汽车当月销量(万辆, %, 截至2024年5月)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理



# 国务院发布《稀土管理条例》，10月1日开始执行

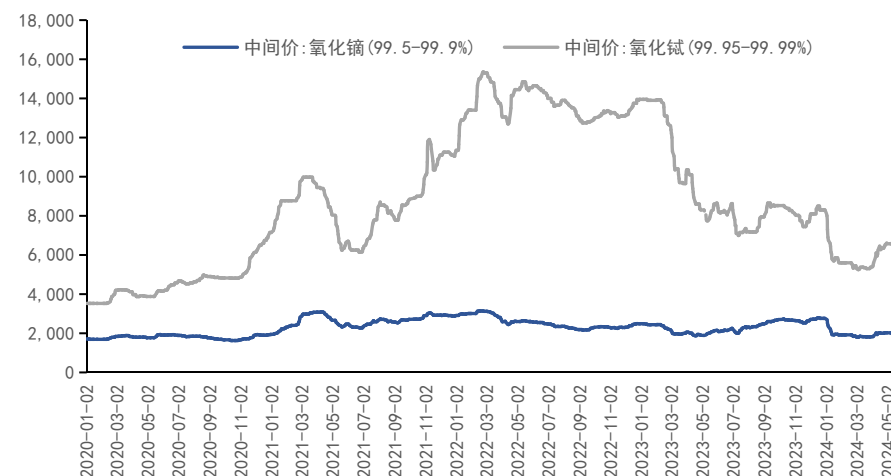
- ◆ **稀土价格下降趋势仍不改。**2023年至今因稀土需求实际表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。截至2024年7月5日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为36.0万元/吨、179万元/吨、532.5万元/吨，较6月初分别下跌1.3万元/吨、13万元/吨、53万元/吨。7月，北方稀土集团产品挂牌价平挂公布，氧化镨钕挂牌价仍为38.48万元/吨，金属镨钕价格为47.8万元/吨。
- ◆ **国务院发布《稀土管理条例》，提振市场信心。**《稀土管理条例》的征求意见稿于2021年1月发布，在今年6月落地，自10月1日开始施行，且发布的部门由工信部更改为国务院，提振市场信心。《条例》中加强了对稀土资源的保护，健全了稀土的管理体制，加大对进出口的管控，进一步限制“黑稀土”产品。从中长期来看，稀土行业基本面已发生根本性变化，黑稀土出清，供给有序，产业高度集中，稀土开采冶炼严格按照配额管控。而需求方面，用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点，在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。人形机器人产业快速发展，未来有望助推稀土需求。稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

图：氧化镨钕及氧化铽价格（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：氧化镝及氧化铽价格（元/千克）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 推荐组合



**推荐组合：**紫金矿业、中国有色矿业、洛阳钼业、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、南山铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份、兴业银锡、山东黄金、银泰黄金、中金黄金、赤峰黄金、铂科新材。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			PB 2023	公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			PB 2023
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E							2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	优于大市	18.6	4,803.3	0.80	0.95	1.18	23.3	19.6	15.8	3.2	000932.SZ	华菱钢铁	优于大市	4.6	314.3	0.74	0.78	0.83	6.2	5.8	5.5	0.7
603993.SH	洛阳钼业	优于大市	9.1	1,885.9	0.38	0.47	0.52	23.9	19.3	17.5	2.1	600988.SH	赤峰黄金	优于大市	18.2	302.2	0.49	0.86	1.06	37.1	21.1	17.1	4.1
601600.SH	中国铝业	优于大市	7.7	1,215.3	0.39	0.50	0.60	19.7	15.4	12.8	1.7	600497.SH	驰宏锌锗	优于大市	5.5	282.1	0.28	0.40	0.41	19.7	13.9	13.5	1.6
600547.SH	山东黄金	优于大市	29.2	1,188.5	0.42	0.89	1.25	69.5	32.8	23.4	4.3	000426.SZ	兴业银锡	优于大市	14.1	259.8	0.53	0.86	0.91	26.8	16.4	15.5	2.7
1378.HK	中国宏桥	优于大市	10.7	1,017.3	0.86	1.11	1.15	12.5	9.6	9.3	0.7	000960.SZ	锡业股份	优于大市	15.7	258.6	0.86	1.42	1.54	18.4	11.1	10.2	1.3
600489.SH	中金黄金	优于大市	16.4	793.0	0.61	0.75	0.83	26.8	21.8	19.7	1.9	000878.SZ	云南铜业	优于大市	12.7	254.7	0.90	1.01	1.15	14.1	12.6	11.1	1.6
000708.SZ	中信特钢	优于大市	13.6	683.9	1.13	1.26	1.41	12.0	10.8	9.6	1.9	1258.HK	中国有色矿业	优于大市	6.4	248.6	0.53	0.73	0.87	12.1	8.8	7.3	1.9
002460.SZ	赣锋锂业	优于大市	28.9	525.7	2.46	2.20	2.92	11.8	13.1	9.9	1.8	002738.SZ	中矿资源	优于大市	26.4	192.4	3.15	2.14	2.59	8.4	12.3	10.2	2.3
000975.SZ	银泰黄金	优于大市	18.0	498.4	0.51	0.65	0.79	35.0	27.6	22.7	3.7	002756.SZ	永兴材料	优于大市	33.6	180.9	6.33	3.07	3.59	5.3	10.9	9.3	2.2
000807.SZ	云铝股份	优于大市	13.7	473.4	1.14	1.18	1.27	12.0	11.6	10.7	1.7	000060.SZ	中金岭南	优于大市	4.4	162.6	0.18	0.38	0.61	24.2	11.4	7.1	1.3
000933.SZ	神火股份	优于大市	21.0	473.1	2.65	2.80	2.84	7.9	7.5	7.4	2.1	601677.SH	明泰铝业	优于大市	11.5	142.8	1.31	2.05	2.30	8.8	5.6	5.0	0.9
000630.SZ	铜陵有色	优于大市	3.7	472.1	0.21	0.31	0.41	17.6	11.9	9.0	1.3	002240.SZ	盛新锂能	优于大市	13.3	122.2	0.77	0.99	1.08	17.2	13.4	12.3	1.6
600219.SH	南山铝业	优于大市	4.0	467.2	0.30	0.34	0.35	13.3	11.7	11.4	0.7	601137.SH	博威合金	优于大市	15.2	118.9	1.43	1.91	2.26	10.6	8.0	6.7	1.8
002466.SZ	天齐锂业	优于大市	28.7	456.5	4.45	2.76	3.23	6.5	10.4	8.9	1.7	300811.SZ	铂科新材	优于大市	42.0	117.6	1.29	1.79	2.38	32.5	23.5	17.6	5.8
601168.SH	西部矿业	优于大市	18.6	442.8	1.17	1.40	1.65	15.9	13.3	11.3	2.3	002182.SZ	宝武镁业	优于大市	11.0	109.5	0.46	1.29	1.92	24.0	8.6	5.8	2.7
002532.SZ	天山铝业	优于大市	8.2	379.6	0.48	0.70	0.75	17.0	11.7	10.9	1.2	600595.SH	中孚实业	优于大市	2.5	101.0	0.29	0.37	0.46	8.7	6.8	5.5	1.1
603979.SH	金诚信	优于大市	52.5	324.4	1.71	2.94	3.99	30.7	17.9	13.2	3.4	603876.SH	鼎胜新材	优于大市	8.8	78.5	0.61	0.60	0.72	14.5	14.7	12.3	1.8
600282.SH	南钢股份	优于大市	5.1	316.3	0.34	0.39	0.41	14.9	13.2	12.5	0.9	002540.SZ	亚太科技	优于大市	5.4	67.8	0.46	0.58	0.72	11.7	9.3	7.5	1.5

资料来源：Wind、公司资料、国信证券经济研究所整理预测；备注：中国宏桥、中国有色矿业的股价和EPS已转化成人民币元

- 一、国内经济复苏不及预期；
- 二、国外货币政策边际放缓幅度不及预期；
- 三、全球资源端供给增加超预期。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032